仅供内部参考，请勿外传

信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

再生资源为基石，布局贵金属&存储等新业务打造第二增长曲线

—华新科技（301265.SZ）公司深度报告

2026 年 9 月 7 日

郭雪 环保公用联席首席分析师
执业编号：S1500525030002
邮箱：guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师
执业编号：S1500524100001
邮箱：wuboying@cindasc.com

仅供内部参考，请勿外传

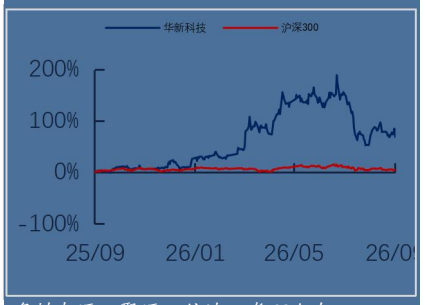
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

华新科技(301265)

投资评级 无评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	18.64
52 周内股价波动区间（元）	32.60-10.56
最近一月涨跌幅(%)	-4.80
总股本(亿股)	3.03
流通 A 股比例(%)	80.51
总市值(亿元)	56.47

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

华新科技：再生资源为基石，布局贵金属&存储等新业务打造第二增长曲线

2026 年 9 月 7 日

本期内容提要：

- **以“资源再生”为核心基石，持续深耕再生资源领域，战略布局科技制造，重点进军存储产品再制造及加工领域。**公司成立于 2006 年，以传统电子固废起家，是国家发改委确立全国四个试点示范企业之一。公司从电子废弃物、废旧电子设备和报废机动车回收开始，延伸至资源化利用以获取再生材料和再利用产品。公司深耕于固体废物资源化利用与处置行业多年，是北京第一批取得环保废弃电器电子产品处理资格的企业。公司近年向下游及高附加值环节延伸，重点布局了危险废物资源化利用、贵金属资源再生、存储产品加工及再制造等领域，实现了有效的产业投资与技术升级。

- **传统业务板块运营稳健，向高附加值产品领域纵深推进。**公司已形成从电子废弃物、废旧电子设备和报废机动车的回收拆解资源化利用，再到危险废物无害化处置及高价值资源化利用的完整业务链条。根据公司 2025 年可持续发展报告，公司具备电废处理能力 382 万台/年（截至 2026 年上半年为 262 万台/年）；报废车处理能力 3.5 万辆/年；危废填埋能力 9.5 万吨/年；焚烧业务能力 危废 3 万吨/年、工业固废 2 万吨/年；飞灰废盐资源化焚烧飞灰 4 万吨/年、工业废盐 3.5 万吨/年等资质。此外，公司在贵金属领域，已完成铂、钯、铑等贵金属提炼项目建设，具备从催化剂等原料中高效提取稀贵金属的能力，实现了“城市矿产”中高价值组分的深度开发；在有色金属领域，安徽华新金桐构建了从废旧线路板到高纯度电解铜的全产业链工艺，并实现阳极泥中金、银、钯、铂的全量化回收。我们认为公司积极拓展回收渠道叠加及高价值资源化利用的链条不断完善，有望为公司贡献新的增长点。

- **控股慧镕科技切入储存再制造，资质稀缺+高端科技领域打造第二增长曲线。**公司控股子公司慧镕科技专注于 DRAM 内存颗粒、NANDFlash 闪存芯片、SSD 固态硬盘及各类存储模组的回收、检测、分选与再制造。依托先进的 DIE 测试、BGA 植球封装、功能修复及固件优化技术，实现 DRAM、NANDFlash 等存储芯片的循环再生。产品性能达到行业领先水平，能够满足从消费电子到数据中心等多元场景的需求，填补了国内高端存储器件再制造领域的技术空白。

- **盈利预测：**我们选取布局危废资源化全产业链的高能环境、浙富控股；主业为动力电池回收及汽车拆解的格林美作为再生资源部分的可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 13.55X，11.17X，9.58X；选取协创数据、深科技、通富微电作为存储部分的可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 40.85X，31.38X，25.37X。我们认为，公司当前海南存储项目及安徽金桐产能陆续释放，叠加当前存储元件紧缺，及金属价格上涨，公司盈利能力有望进一步提升。预计公司 2026-2028 年营业

仅供内部参考，请勿外传

收入分别为 10.19 亿元、24.49 亿元、39.83 亿元，增速分别为 18.2%、140.2%、62.7%；归母净利润分别为 1.19、2.57、3.84 亿元，增速分别为 97.2%、116.5%、49.5%。

- **风险提示：**原材料及产品价格变动风险、市场竞争加剧风险、上游收料不及预期风险、产能释放进度不及预期风险、股价波动风险、现金流相关风险、子公司海南慧镕风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	641	863	1,019	2,449	3,983
增长率 YoY %	-12.2%	34.5%	18.2%	140.2%	62.7%
归属母公司净利润(百万元)	47	60	119	257	384
增长率 YoY%	-46.7%	27.3%	97.2%	116.5%	49.5%
毛利率%	17.6%	21.0%	22.6%	22.4%	21.7%
净资产收益率ROE%	2.3%	2.9%	5.5%	11.0%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	0.16	0.20	0.39	0.85	1.27
市盈率 P/E(倍)	56.96	37.83	47.62	21.99	14.71
市净率 P/B(倍)	1.31	2.01	2.62	2.41	2.14

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 9 月 7 日收盘价

仅供内部参考，请勿外传

目 录

投资聚焦 6
一、华新科技：再生资源为基石，进军存储打开第二增长曲线 7
1.1 夯实传统电子固废、危废业务，持续深耕再生资源 7
1.2 传统电子固废、危废业务稳健发展，资源化业务有望迎来业绩爆发期 10
二、深耕再生资源主业，夯实业绩基础 12
2.1 废旧电器电子回收行业面临转型升级，技术升级或助力行业高质量发展 12
2.2 传统资源再生业务稳健发展，资质&渠道优势构筑核心竞争力 15
三、向高附加值领域纵深推进，布局贵金属&存储未来可期 20
3.1 布局贵金属及铜回收利用，产能释放有望成为公司业绩增长提供有力支撑 20
3.2 切入半导体存储产品再制造领域，为公司业绩增长提供新动能 21
四、盈利预测与可比公司估值 23
4.1 盈利预测 23
4.2 可比公司估值 25
五、风险提示 25

表 目 录

表 1：2025 年 6 月 20 日股权激励内容 8
表 2：2026 年 8 月 25 日发布股票激励计划(草案) 9
表 3：废弃电器电子产品重点政策梳理 12
表 4：2024 年我国电器电子产品理论报废量 13
表 5：2024 年废弃电器电子产品处理企业处理能力前十名企业 14
表 6：电路板利用处置方法 21
表 7：华新科技分业务盈利预测情况 24
表 8：华新科技可比公司估值情况 25

图 目 录

图 1：华新科技发展历程 7
图 2：华新科技股权结构图（截至 2026 年 7 月 17 日） 8
图 3：华新科技主营业务 9
图 4：华新科技业务能力 9
图 5：2021-2026H1 华新科技营业收入 10
图 6：2021-2026H1 华新科技归母净利润 10
图 7：2021-2025 年华新科技主营业务收入结构（%） 11
图 8：2021-2025 年华新科技分业务毛利率情况（%） 11
图 9：2021-2026H1 公司各项费用率变化（%） 11
图 10：2021-2026H1 经营性现金流变化情况（万元） 11
图 11：废弃电器电子中主要污染成分及危害 12
图 12：废弃电器电子产品回收方式 12
图 13：2024 年废弃产品处理能力占比 14
图 14：历年处理企业平均产能利用率 14
图 15：公司业务布局 15
图 16：109 家企业在全国的分布情况 16
图 17：电子废弃物拆解 17
图 18：废旧电子设备回收再利用 17
图 19：电子废弃物拆解收入（万元） 17
图 20：电子废弃物拆解毛利率（%） 17
图 21：报废汽车自动拆解线 18
图 22：报废车回用件回收再利用 18

仅供内部参考，请勿外传

图 23：公司汽车拆解客户 18
图 24：公司柔性填埋厂 19
图 25：公司焚烧项目 19
图 26：废旧线路板破碎分离技术工艺流程示意图 20
图 27：华新贵金(内蒙古)项目 21
图 28：安徽华新金桐项目 21
图 29：半导体存储器晶圆的主要类型及其相应的存储产品类型 22
图 30：慧镕科技项目工艺流程 23
图 31：慧镕科技车间 23

仅供内部参考，请勿外传

投资聚焦

再生资源为基石，资质稀缺构筑稳固基本盘。公司以再生资源业务为基本盘，具备电子废弃物拆解、报废机动车拆解、危废处置完整产业链与稀缺资质，传统主业业绩已经迎来修复拐点。目前公司已形成"回收拆解 — 危废处置 — 高价值资源化"完整业务链条。2025 年传统业务电子废弃物拆解、报废机动车拆解、危废处置收入分别为 4.97、1.40、1.17 亿元，分别占收入比 57.6%、16.2%、13.6%，贡献稳定基本盘。

政策驱动行业高质量发展，回收供给端增量释放。2024 年起废弃电器电子产品处理由"基金补贴"转向"专项资金以奖代补"（实施期 2024–2027 年），倒逼企业从依赖补贴转向技术升级与高值资源化。2024 年首批目录产品居民保有量达 25.8 亿台，理论报废量 2.89 亿台，"两新"政策下回收供给端增量有望持续释放；行业产能利用率约 50%，头部企业提升空间充足。公司与区域回收商建立长期稳定合作，并绑定北京产权交易所、顺丰等大型供应商，货源保障能力突出。

贵金属 + 电解铜纵深布局，产能释放带来业绩弹性。公司在贵金属领域已建成铂、钯、铑提炼项目，具备从催化剂等原料中高效提取稀贵金属的能力；安徽华新金桐项目布局再生阴极铜及稀贵金属综合回收利用，项目建成后，具有年产 5 万吨再生阴极铜、3000 吨再生电解锡、4 吨再生金、50 吨再生银、1 吨海绵钯产品的生产规模，能够充分消化公司在安徽、深圳、上海等地布局的线路板回收网络所汇集的上游原料。2025 年公司贵金属销售收入 0.44 亿元，占比 5.1%，随着内蒙古、安徽项目逐步投产，高价值金属回收有望成为重要增长极。

控股慧镕科技切入存储再制造，填补国内技术空白。公司控股子公司慧镕科技专注 DRAM 内存颗粒、NAND Flash 闪存芯片、SSD 固态硬盘及存储模组的回收、检测、分选与再制造，依托 DIE 测试、BGA 植球封装、功能修复及固件优化技术，实现存储芯片循环再生，产品性能达行业领先水平，可覆盖消费电子至数据中心多元场景，填补国内高端存储器件再制造领域技术空白。当前存储元件紧缺，业务弹性大；海南自贸港政策为原料进口与产品出口提供便利。

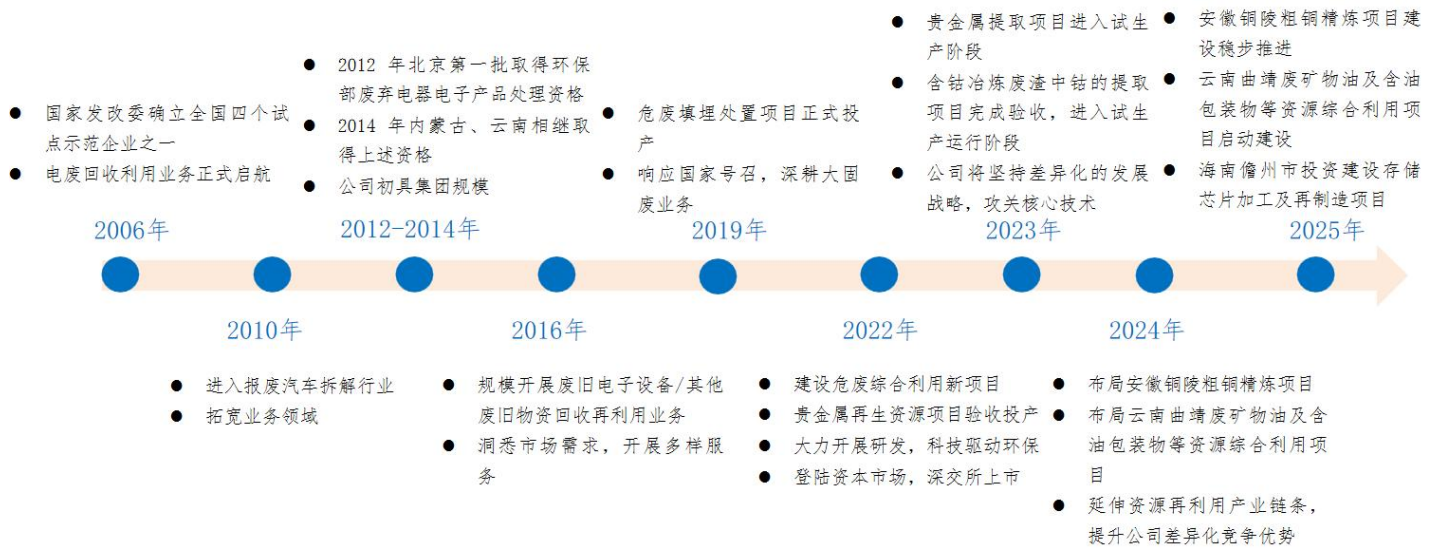
仅供内部参考，请勿外传

一、华新科技：再生资源为基石，进军存储打开第二增长曲线

1.1 夯实传统电子固废、危废业务，持续深耕再生资源

以“资源再生”为核心基石，持续深耕再生资源领域，战略布局科技制造，重点进军存储产品再制造及加工领域。公司成立于2006年，以传统电子固废起家，是国家发改委确立全国四个试点示范企业之一。公司从电子废弃物、废旧电子设备和报废机动车回收开始，延伸至资源化利用以获取再生材料和再利用产品。公司深耕于固体废物资源化利用与处置行业多年，是北京第一批取得环保废弃电器电子产品处理资格的企业。2022年公司登陆资本市场。在业务版图扩张方面，公司近年向下游及高附加值环节延伸，重点布局了危险废物资源化利用、贵金属资源再生、存储产品加工及再制造等领域，实现了有效的产业投资与技术升级。

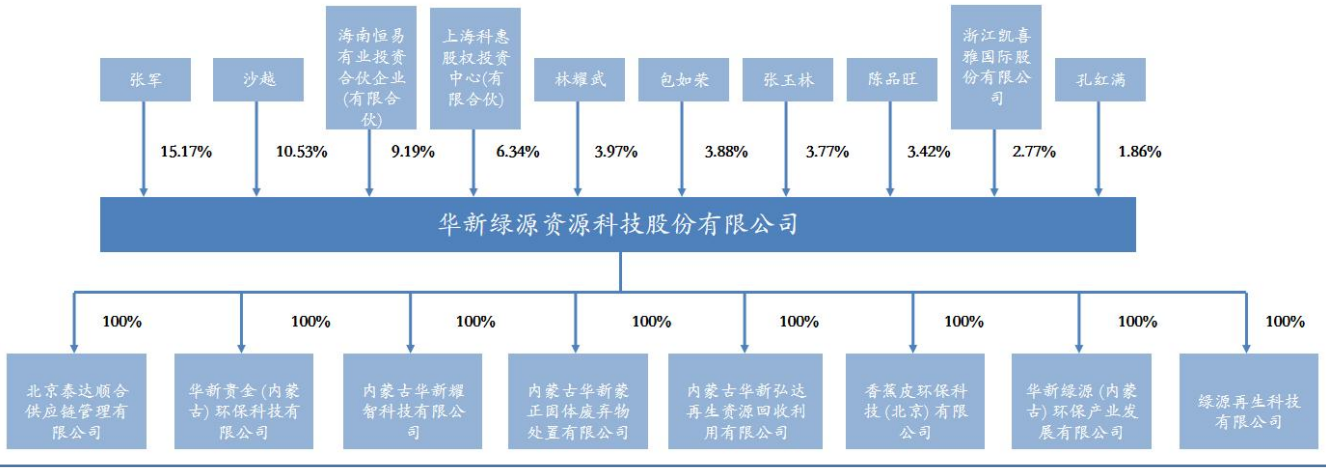
图 1：华新科技发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司实际控制人以及第一大股东为张军、沙越夫妇。截至2026年7月17日，张军先生直接持有公司15.17%的股权，2015年11月至今担任公司董事长，负责公司战略方向、核心技术等战略层面管理工作、新业务拓展及公司总体经营管理工作；沙越直接持有公司10.53%股权。前十大股东合计持有股份比例为60.4%。

图 2：华新科技股权结构图（截至 2026 年 7 月 17 日）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

激励机制明确，绑定管理层。2025 年 6 月 20 日公司发布首次股权激励，激励对象为包括董事、高级管理人员及核心技术（业务）员工等 44 人，获授限制性股票总数为 134.89 万股，占公司股本总额的 0.4452%。2026 年 8 月 25 日发布股票激励计划(草案)，拟向子公司海南慧镕 11 名核心技术（业务）员工授予总计不超过 400 万股限制性股票，占公司总股本的 1.32%。公司层面考核以控股子公司海南慧镕业绩为核心，分两个归属期设置业绩目标：第一个归属期（2026 年）要求营业收入不低于 2 亿元，并基本完成项目建设、具备批量交付能力；第二个归属期（2027 年）要求营业收入不低于 10 亿元、合并口径净利润不低于 3000 万元。公司建立长效激励机制，向技术、业务骨干倾斜，有利于保障公司转型阶段人员稳定性，我们认为股权激励出台充分彰显公司管理层信心，调动公司核心团队人员的积极性，有望为公司开辟全新的增长曲线。

表 1：2025 年 6 月 20 日股权激励内容

归属期	考核年度	营业收入增长率 / 净利润增长率 目标值（Am）	营业收入增长率 / 净利润增长率 目标值（An）
第一个归属期	2025 年度	满足下列条件之一：	满足下列条件之一：
		1. 以 2024 年度营业收入基准，2025 年度营业收入增长率不低于 10%；	1. 以 2024 年度营业收入基准，2025 年度营业收入增长率不低于 8%；
		2. 以 2024 年度净利润为基准，2025 年度净利润增长率不低于 15%。	2. 以 2024 年度净利润为基准，2025 年度净利润增长率不低于 10%。
第二个归属期	2026 年度	满足下列条件之一：	满足下列条件之一：
		1. 以 2024 年度营业收入为基准，2026 年度营业收入增长率不低于 20%；	1. 以 2024 年度营业收入为基准，2026 年度营业收入增长率不低于 16%；
		2. 以 2024 年度净利润为基准，2026 年净利润增长率不低于 30%。	2. 以 2024 年度净利润为基准，2026 年净利润增长率不低于 20%。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2：2026 年 8 月 25 日发布股票激励计划(草案)

归属期	考核年度	考核目标
第一个归属期	2026 年	公司子公司海南慧镕需满足下列两个条件： 1、2026 年营业收入不低于 20,000 万元； 2、基本完成海南慧镕建设，具备批量交付货物的能力。
第二个归属期	2027 年	公司子公司海南慧镕需满足下列两个条件： 1、2027 年营业收入不低于 100,000 万元； 2、2027 年合并口径下实现净利润不低于 3,000 万元。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

传统业务板块运营稳健，向高附加值产品领域纵深推进。公司已形成从电子废弃物、废旧电子设备和报废机动车的回收拆解资源化利用，再到危险废物无害化处置及高价值资源化利用的完整业务链条。根据公司 2025 年可持续发展报告，公司具备电废处理能力 382 万台/年（截至 2026 年上半年为 262 万台/年）；报废车处理能力 3.5 万辆/年；危废填埋能力 9.5 万吨/年；焚烧业务能力 危废 3 万吨/年、工业固废 2 万吨/年；飞灰废盐资源化焚烧飞灰 4 万吨/年、工业废盐 3.5 万吨/年等资质。此外，公司在贵金属领域，已完成铂、钯、铑等贵金属提炼项目建设，具备从催化剂等原料中高效提取稀贵金属的能力，实现了“城市矿产”中高价值组分的深度开发；在有色金属领域，安徽华新金桐构建了从废旧线路板到高纯度电解铜的全产业链工艺，并实现阳极泥中金、银、钯、铂的全量化回收。我们认为公司积极拓展回收渠道叠加及高价值资源化利用的链条不断完善，有望为公司贡献新的增长点。

图 3：华新科技主营业务



资料来源：2025 年公司可持续发展报告，信达证券研发中心

图 4：华新科技业务能力

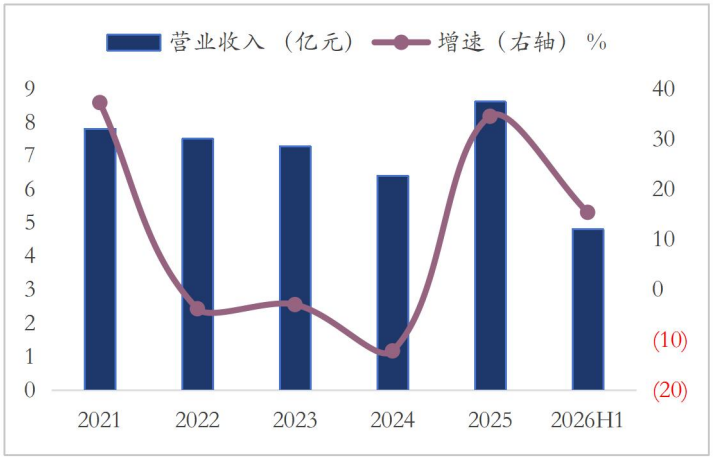
电废处理能力	382 万台 / 年
报废车处理能力	3.5 万辆 / 年
危废填埋能力	9.5 万吨 / 年
焚烧业务能力	危废 3 万吨 / 年 工业固废 2 万吨 / 年
飞灰废盐资源化	焚烧飞灰 4 万吨 / 年 工业废盐 3.5 万吨 / 年
金属资源化	铂钯铑等金属资源再生可处理各类催化剂 钴锌锡锰等金属资源再生 可处理有色金属冶炼废渣 金银铜镍等金属资源再生可处理废线路板及含铜废料

资料来源：2025 年公司可持续发展报告，信达证券研发中心

1.2 传统电子固废、危废业务稳健发展，资源化业务有望迎来业绩爆发期

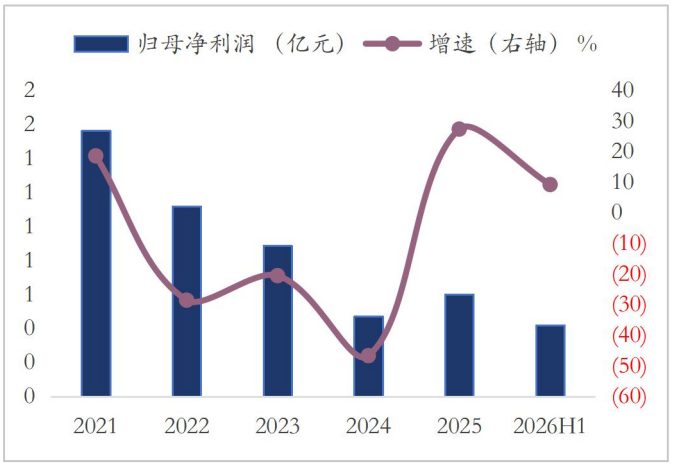
经营拐点显现，再生资源业务产能释放带来新增量。公司 2021-2025 年分别实现营业收入 7.82/7.52/7.30/6.41/8.63 亿元，YOY 分别为 37.26%/-3.77%/-2.95%/ -12.17%/34.54%；实现归母净利润 1.56/1.12/0.89/0.47/0.60 亿元，YOY 分别为 18.56%/-28.58%/-20.56%/-46.69%/27.31%。2022-2024 年，受外部大宗商品价格波动、回收货源竞争加剧，叠加公司上市后部分新项目尚在建设，贡献收入有限，公司营收业绩承压。自 2025 年，公司各项基础业务实现回升，营业收入、净利润等核心指标均恢复增长态势；公司基础业务板块—电子废弃物拆解、报废机动车拆解、废旧电子设备回收再利用及危险废物处置，均实现不同程度的同比增长，市场份额和运营效率稳步提升。2026H1 公司实现营业收入 4.82 亿元，同比增长 15.41%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比增长 9.19%。

图 5：2021-2026H1 华新科技营业收入



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 6：2021-2026H1 华新科技归母净利润

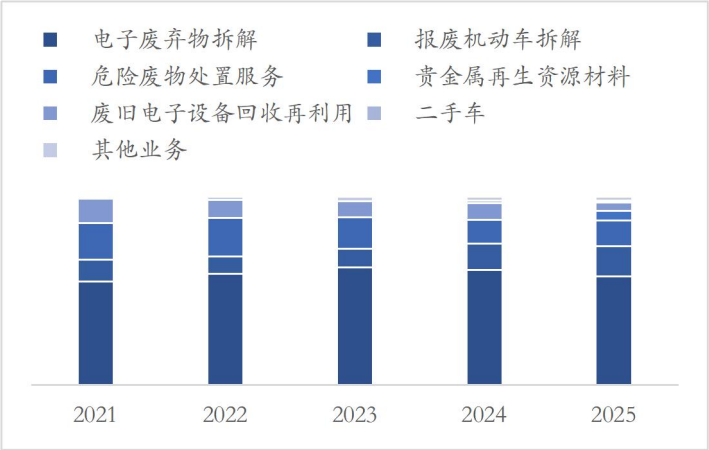


资料来源：wind，信达证券研发中心

电子废物拆解贡献主要收入，贵金属销售有望带来新增长。2025 年公司主营业务收入按产品类型可分为六大板块，分别为电子废弃物拆解(4.97 亿元，57.59%)，报废机动车拆解(1.4 亿元,16.18%)、危险废物处置(1.17 亿元,13.56%)、贵金属销售（0.44 亿元，5.09%）、废旧电子设备回收再利用产品(0.44 亿元,5.09%)、二手车销售（0.08 亿元，0.97%）。电子废弃物拆解是公司核心业务及首要收入来源，业务收入占比近 5 年维持在 54%以上。2025 年公司重点布局了贵金属回收提炼、有色金属资源再生等核心技术领域项目，贵金属销售业务占比 5.09%，未来随着公司贵金属资源再生项目不断投产，我们认为该板块有望带动公司业绩释放。2025 年公司通过降本提效实现毛利率 21.01%，同比增加 3.41pct，其中电子废弃物拆解毛利率 14.76%，同比增加 5.1pct； 报废机动车拆解毛利率 28.74%，同比增加 5.35pct； 危险废物处置服务毛利率 50.06%，同比增加 2.09pct。

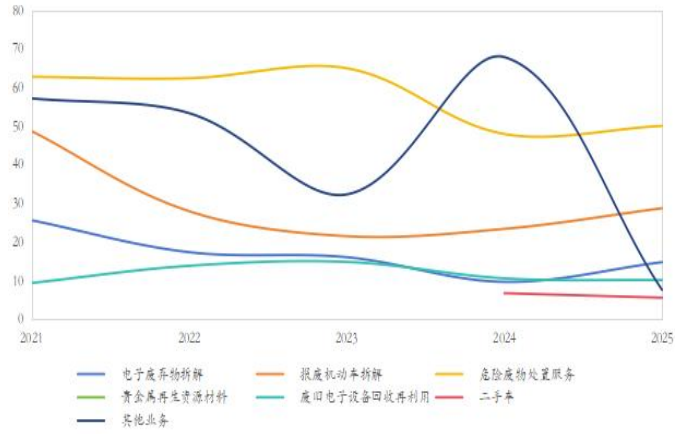
仅供内部参考，请勿外传

图 7：2021-2025 年华新科技主营业务收入结构（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

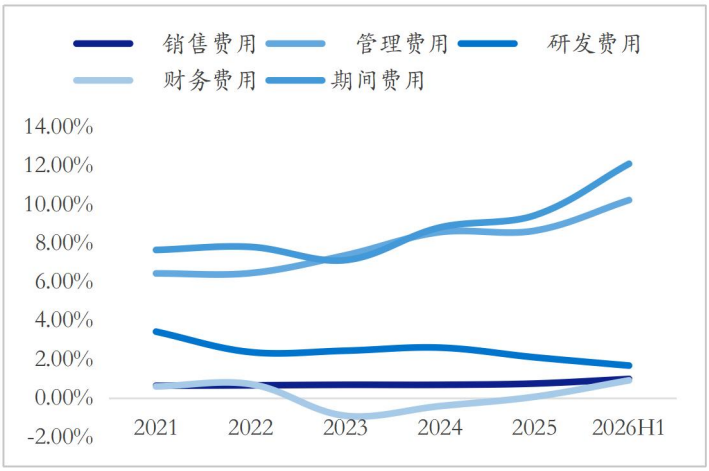
图 8：2021-2025 年华新科技分业务毛利率情况（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

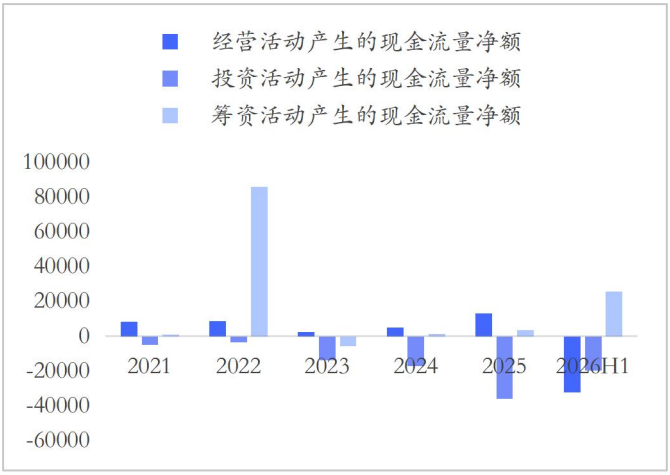
期间费用提升，现金流因阶段性扩张流出。2021-2025 年，公司期间费用有所提升。2026H1 公司期间费用增长系子公司深入建设、陆续投产所致；其中销售、管理及财务费用均有所增长，分别同比增长 93.67%、73.32%、15,526.61%。现金流方面，2026H1 经营活动现金流净额为-3.23 亿元，同比大幅下滑，系购买生产所需原材料所致，属阶段性扩张现金流出；存货 6.04 亿元，占总资产比例 19.55%，占比同比增长 14.97pct。随着公司新建项目投产，预计公司现金流状况有望趋好。

图 9：2021-2026H1 公司各项费用率变化（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10：2021-2026H1 经营性现金流变化情况（万元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

二、深耕再生资源主业，夯实业绩基础

2.1 废旧电器电子回收行业面临转型升级，技术升级或助力行业高质量发展

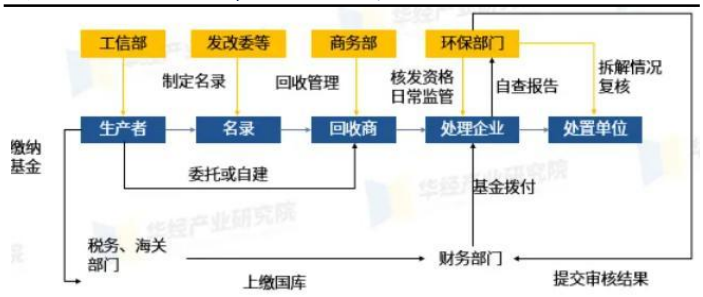
废弃电器电子产品“回收-拆解-资源化利用”循环链条的韧性不断提升，再生利用规模和效率有望不断提升。废弃电器电子产品的回收是指产品从废弃，通过运输、暂存、中转、集散，最终进入处理企业的过程。它是废弃电器电子产品处理的上游行业，如果产品仍具有再使用价值，且不存在安全隐患，经二手产品品质鉴定后，可在二手市场进行销售，进行再次流通。废弃电器电子产品回收形成“多渠道回收、集中处置”基金模式。

图 11：废弃电器电子中主要污染成分及危害

污染物	来源	危害
氯氟碳化合物	冰箱	破坏臭氧层
溴化阻燃剂	线路板、电缆、外壳等	燃烧后产生二恶英
PVC	导线	燃烧后产生二恶英
汞	显示器	损害中枢神经系统，影响胎儿发育及肾脏功能
硒	光电设备	污染土壤，破坏肠胃功能
镍、镉	电池、印刷电路板	致癌，骨痛病，损害肺功能
铅	CRT 玻璃、电容及显示屏	破坏神经、血液系统及肾脏，影响儿童智力发育
铬	金属镀层	过敏，引起哮喘，影响肾脏、肝脏功能等
砷	感光筒	致癌，损害中枢神经系统，损伤肾脏、肝脏

资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

图 12：废弃电器电子产品回收方式



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

从基金补贴到“以奖代补”，政策引导行业迈向高质量发展。财政部等四部门于 2024 年 1 月 1 日起停征废弃电器电子产品处理基金，标志着行业“基金补贴”时代正式落幕；2024 年 9 月 13 日，财政部、生态环境部又印发了《废弃电器电子产品处理专项资金管理办法》的通知，指出 2024 年 1 月 1 日之后处理的废弃电器电子产品采取专项资金的方式予以补贴。专项资金的实施期限为 2024 年至 2027 年。从基金补贴到“以奖代补”的转变清晰表明，拆解企业依赖政府补贴的模式已难以为继，企业必须主动适应政策调整，通过技术与管理创新提升核心竞争力，才能实现行业可持续发展。

表 3：废弃电器电子产品重点政策梳理

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2013 年 12 月	原环境保护部、工业和信息化部	《关于完善废弃电器电子产品处理基金等政策的通知》（财综〔2013〕110 号）	对纳入基金补贴企业名单、各省市废弃电器电子产品处理发展规划以及基金补贴企业退出机制等进行了规定。
2015 年 6 月	工业和信息化部、财政部、商务部、科技部	《关于组织开展电器电子产品生产者责任延伸试点工作的通知》	推动了生产者责任延伸制度的实施，鼓励企业在产品设计、生产、销售等环节更多地考虑环保因素。
2016 年 1 月	工业和信息化部、国家发展改革委等八部门	《电器电子产品有害物质限制使用管理办法》	限制了电器电子产品中有害物质的使用，促进了产品的环保设计。
2023 年 12 月	财政部、生态环境部、国家发展和改革委员会以及	《关于停征废弃电器电子产品处理基金有关事项的公告》	自 2024 年 1 月 1 日起停征废弃电器电子产品处理基金。

	工业和信息化部		
2024 年 9 月	财政部与生态环境部	《废弃电器电子产品处理专项资金管理办法》	专项资金实施期限为 2024 年至 2027 年。期满前根据法律法规、国务院有关规定及废弃电器电子产品环境管理工作形势开展评估,并结合绩效等情况确定是否继续实施和延续期限。
2025 年 2 月	财政部与生态环境部	《关于废弃电器电子产品处理专项资金申请企业标准和条件的通知》	明确了专项资金申请企业的标准和条件，包括多项合规要求及不同年度、地区的回收处理量要求。

资料来源：财政部，生态环境部，中国电子装备技术开发协会，发改委，工业和信息化部，信达证券研发中心

回收行业供给端增量有望逐步释放，明显的区域集聚特征。回收行业包括报废产品的回收以及具有再使用价值的旧电器电子产品经过专业检测鉴定后的再流通两大板块。随着我国电器电子产品市场进入"增量与存量并重"的发展阶段，2024 年首批目录产品居民保有量已达 25.8 亿台，在“两新”政策支持下，居民消费潜力释放，回收行业供给端增量有望逐步释放。根据中国家用电器研究院测算，2024 年，首批目录产品理论报废总台数达到 2.89 亿台。报废量集中分布在东部沿海经济发达地区和人口大省。重点区域排序为广东省、江苏省、山东省、河南省、浙江省和四川省，上述六省合计占比超过全国总量的 50%，呈现明显的区域集聚特征。

表 4：2024 年我国电器电子产品理论报废量

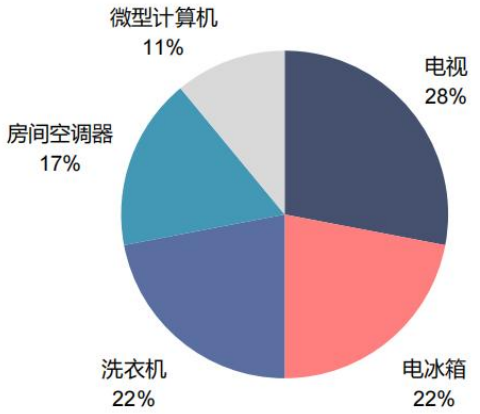
产品名称	2024 年		2023 年	
	报废数量（万台）	报废重量（万吨）	报废数量（万台）	报废重量（万吨）
电视机	9482.90	205.63	8313.32	119.56
电冰箱	5619.91	268.08	5202.46	225.27
洗衣机	4625.09	114.50	4320.70	133.51
房间空调器	6459.85	252.57	5750.26	219.66
微型计算机	2780.73	36.95	2692.01	17.77
小计	28968.49	871.68	26278.74	715.77
吸油烟机	2262.97	18.10	2310.89	18.49
电热水器	3362.95	73.98	3267.52	71.89
燃气热水器	1373.38	16.48	1220.34	14.64
打印机	3822.11	30.58	4223.31	33.79
复印机	558.27	50.24	551.75	49.66
传真机	206.90	0.83	259.61	1.04
固定电话	8021.21	4.01	7967.92	3.98
手机	63945.22	12.79	55455.55	11.09
监视器	28.82	0.29	28.46	0.28
总计	112550.30	1078.98	101564.10	920.62

资料来源：中国循环经济，信达证券研发中心

从"四机一脑"品类结构看，我国废弃电器电子产品拆解呈现"电视主导、白电支撑、空调电脑补充"格局。根据中国家用电器研究院的调研数据，废弃产品处理能力结构中，电视机以 28%占比居首；冰箱、洗衣机各 22%并列第二，反映大家电稳定更新需求。空调和电脑占比较低。随着家电下乡产品进入报废期，空调正规拆解量有望爆发；电脑由于翻新利用率高，核心部件残值可观，导致正规回收率偏低。而对于样本企业，2020-2024 年间的产能利用率在 50%左右，仍有进一步提升空间。2024 年我国废弃电器电子产品拆解量小幅回

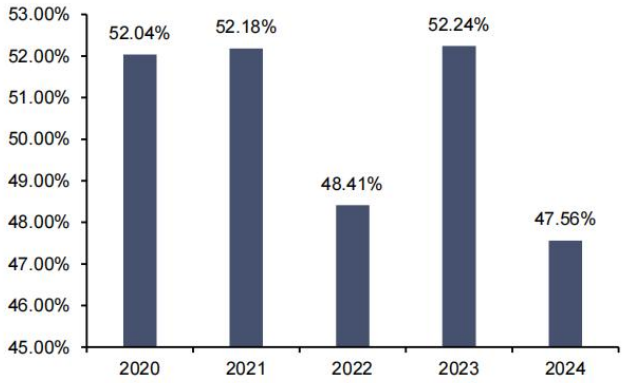
落。全年"四机一脑"规范拆解量 9400 万台（套），同比下降 3.7%，主要由于基金补贴退出后企业观望情绪浓厚，叠加前期突击拆解透支存量。同时，行业处理能力逆势扩张至 2.01 亿台（套）的历史新高，导致平均产能利用率跌至 47.56%，超半数产能闲置。随着拆解总量的增长，拆解企业也面临着技术升级、成本控制和市场竞争等挑战。

图 13：2024 年废弃产品处理能力占比



资料来源：中国循环经济，信达证券研发中心

图 14：历年处理企业平均产能利用率



资料来源：中国循环经济，信达证券研发中心

表 5：2024 年废弃电器电子产品处理企业处理能力前十名企业

序号	企业名称	地区	规范回收处理量（万台 / 套）
1	江西中再生资源开发有限公司	江西	302
2	中再生洛阳投资开发有限公司	河南	291
3	唐山中再生资源开发有限公司	河北	290
4	山东中绿资源再生有限公司	山东	285
5	TCL 奥博（天津）环保发展有限公司	天津	277
6	浙江盛唐环保科技有限公司	浙江	263
7	广东华清废旧电器处理有限公司	广东	262
8	石家庄绿色再生资源有限公司	河北	222
9	芜湖绿色再生资源有限公司	安徽	218
10	黑龙江省中再生家电旧家电拆解有限公司	黑龙江	215

资料来源：中国循环经济，信达证券研发中心

拆解技术升级已成为提升企业盈利能力的重要方向，提高处理效率和资源利用率是未来发展发祥。处理行业技术创新呈现三大趋势，一是拆解技术智能化升级；二是处理工艺精细化发展，重点提升冰箱、空调等高价值品类的拆解效率；三是资源利用高值化转型，通过金属提纯、塑料改性等深加工技术提升产品附加值。

2.2 传统资源再生业务稳健发展，资质&渠道优势构筑核心竞争力

深耕废弃电子电器产品处理业务，传统资源再生业务稳健发展。公司经过多年不断探索与发展，现已形成从电子废弃物拆解、废旧电子设备回收再利用和报废机动车的回收拆解，到对其资源化利用得到再生材料和回收再利用产品，再到将此过程中产生的部分危险废物和其他共计 36 大类危险废物进行无害化处置的较为完整的业务链条。公司涉及的资源再生基础业务主要包括电子废弃物拆解、报废机动车拆解和危险废物填埋/焚烧：

（1） 电子废弃物拆解：主要向个人回收商和企事业单位回收“四机一脑”等电子废弃物，其中个人回收商所占比重较大。公司与所在区域及周边地区的电子废弃物回收商建立了长期稳定的合作关系，通过签订回收合作协议，在一定程度上保证了货源的稳定性。

（2） 报废机动车拆解：主要从个人、行政事业单位、运输公司、汽车修理厂、4S 店和整车厂处回收报废机动车。公司回收的报废机动车主要包括私家车、营运车辆、达到报废年限的政府机关用车、强制报废车辆、罚没车和汽车生产企业的试验车。此外，公司还与北京产权交易所、北京顺丰速运有限公司等大型供应商有多年的稳定合作。

（3） 危险废物填埋/焚烧：危险废物无害化处置业务通常具有收费提供服务的特点。根据规定，产废单位须妥善贮存危险废物，并及时交由具备危险废物运输资质的单位运送至危废处置单位进行付费处理。公司与产废单位建立联系主要有两条渠道，一是产废单位通过公开信息主动与公司联系；二是公司主动拜访有危险废物处理需求的企业。在确认合作之前，公司会对危险废物进行取样化验，在确认该危险废物属于公司处理能力范围之内后，根据该危险废物的处理难度及市场行情等因素与客户谈判确定最终处置价格，并签署危险废物处理服务合同。

图 15：公司业务布局

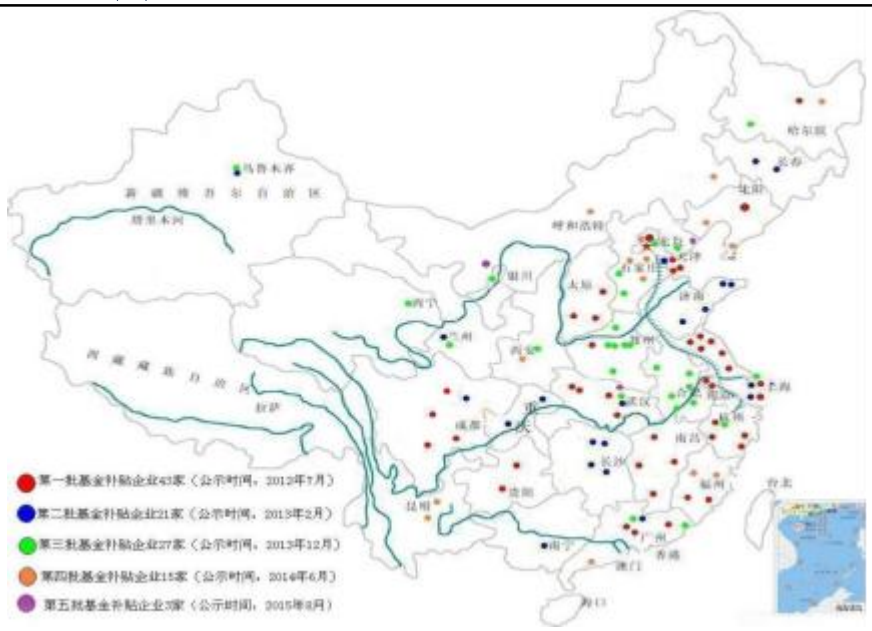


资料来源：公司 2025 年年报，信达证券研发中心

2.2.1 电子废弃物拆解能力全国居前，建立完善从“回收处理”到“循环利用”的产业链布局

公司是北京市首家被列入补贴名单的企业。公司是发改委确定的废旧家电回收利用国家示范项目承建单位，是北京第一批取得环保废弃电器电子产品处理资格的企业，截至 2023 年底仅 109 家企业被纳入全国基金补贴名单。

图 16：109 家企业在全国的分布情况

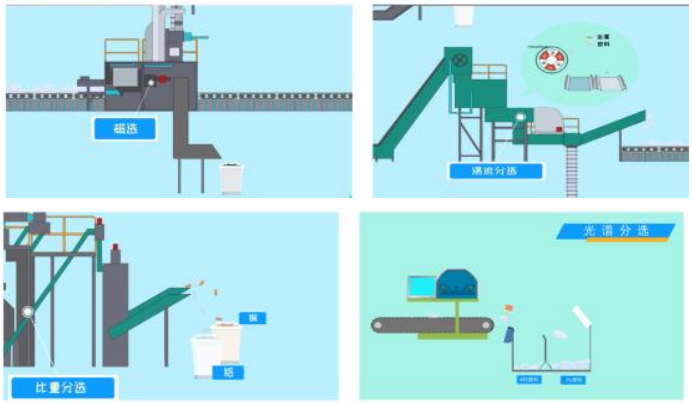


资料来源：中国电子装备技术开发协会，信达证券研发中心

公司已建立完善从“回收处理”到“循环利用”的产业链布局。截至 2026 年上半年，公司具备 262 万台/年拆解能力，具有成熟的以冰箱、空调、电视、洗衣机、电脑为代表的“四机一脑”生产线。电子废弃物回收处理：采用人工拆解与机械破碎相结合工艺对废弃电器电子产品进行处理，并通过磁力分选、涡电流分选、振动分选光谱识别等自动化筛选工艺，将处理所得再生原材料按材质分类回收。回收再生原材料包括:铁、铜、铝、塑料、玻璃等。电子废物循环利用部分废旧电子设备(服务器等)仍具有潜在较高实用价值，公司经过一系列专业处理后实现再利用。为满足客户对存储介质信息安全保障的不同需求，公司建立了质量及信息安全管理体系，针对不用需求提供精准服务，包括：数据清除、硬盘消磁硬盘折弯、硬盘打孔、介质粉碎等。

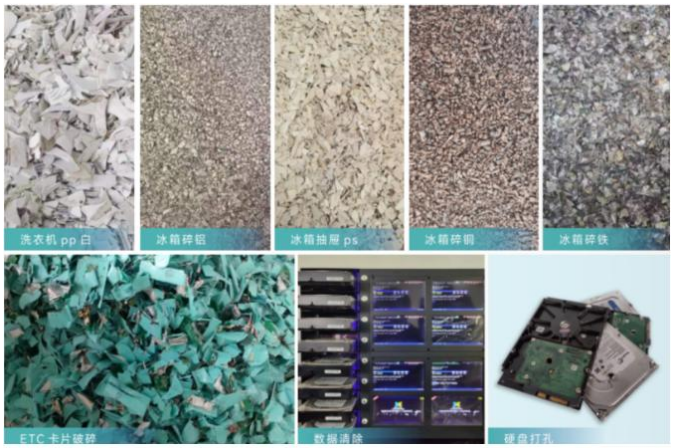
仅供内部参考，请勿外传

图 17：电子废弃物拆解



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

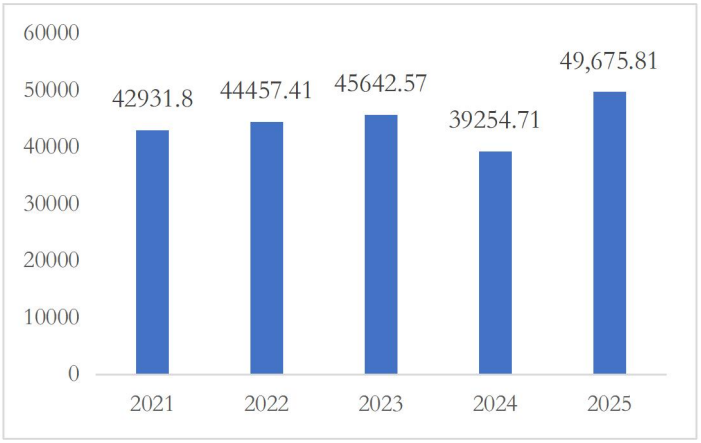
图 18：废旧电子设备回收再利用



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

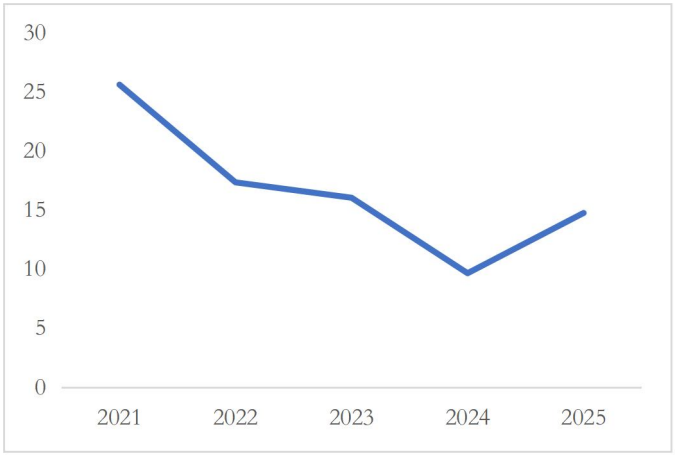
电子废弃物拆解占公司营收 50%，为公司贡献稳定收入来源。从 2021-2025 年，电子废弃物拆解收入呈现逐年增长趋势，2025 年公司电子废弃物拆解收入 4.97 亿元，占公司营业收入的 57.6%；板块毛利率 22-24 年受补贴退坡及原材料价格上涨等因素，毛利率所有下降，2025 年开始逐步修复。

图 19：电子废弃物拆解收入（万元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 20：电子废弃物拆解毛利率（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

2.2.2 汽车拆解技术竞争优势显著，一站服务高效办公

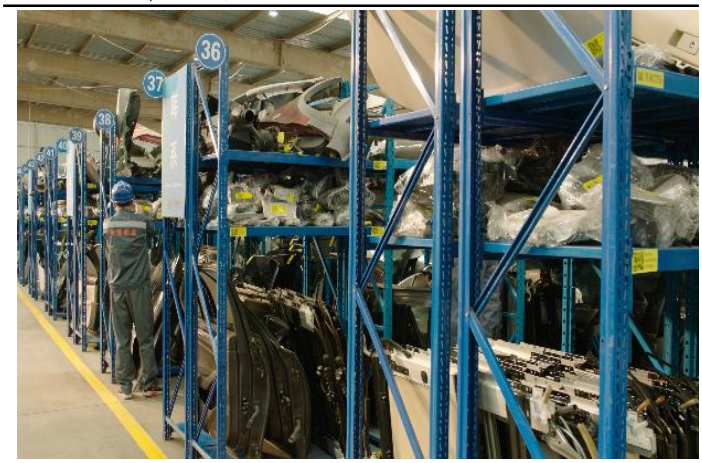
公司具备 3.5 万辆/年汽车拆解能力。作为北京七家报废机动车拆解企业之一，自研柔性拆解工艺，保证拆解质量的同时，提升效率。为了满足汽车拆解需求，工厂配备了包括汽车破拆成套设备，储藏罐，汽车起重平台，轮胎拆卸工具，液压剪，玻璃拆卸工具，油水排放工具，汽车反转平台，液压剪切机，刚体破碎机，金属压块机等机械。为了实现拆解汽车作业的自动化生产。公司引进多项先进的机械设备，如德国生产 hammer 高度自动化的破碎设备。在回收业务方面，公司实行高效、透明的一站式服务，通过网络连接北京市车管所，实时办理车辆注销、查询及核档等手续。让机动车报废用户在较短的时间内领到报废证明，实现便民服务，高效办公。

图 21：报废汽车自动拆解线



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 22：报废车回用件回收再利用



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

公司汽车拆解客户优质。公司汽车拆解客户分为：1）社会车辆回收拆解服务：为北京市全境及周边的省份社会车辆的报废提供回收拆解、报废手续办理、拖车及手续邮寄等服务。2）市财政及中央在京机关车辆报废服务：作为北京市产权交易中心政府报废车辆资产处置入围中标单位，为北京市财政及中央国家机关提供车辆报废注销服务。3）为主机厂提供定制化拆解服务：为主机厂及研发单位提供试验车和汽车零配件的销毁拆解服务，根据客户的不同需求提供定制化拆解方案。

图 23：公司汽车拆解客户

资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

2.2.3 危废无害化资质丰富

无害化资质丰富，服务内蒙辐射京津冀。公司具备 9.5 万吨/年填埋和危废 3 万吨/年、工业固废 2 万吨/年焚烧资质。公司危险废物处置中心填埋项目占地面积 300 亩，可处理多种危险废弃物，包括生活垃圾焚烧飞灰、铬铁除尘灰、电石渣、电力企业废催化剂、煤焦油、精馏残液、废荧光粉、工业污泥等，服务内蒙古自治区同时辐射京、津、冀、晋等省市。内蒙古华新蒙正固体废弃物处置有限公司，国内率先采用 TFB 湍动流化床应用于危险废物焚烧技术，最大程度实现能源循环，使得自有园区其他例如飞灰废盐资源化等项目得到再生能源的支持。

图 24：公司柔性填埋厂



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

图 25：公司焚烧项目



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

三、向高附加值领域纵深推进，布局贵金属&存储未来可期

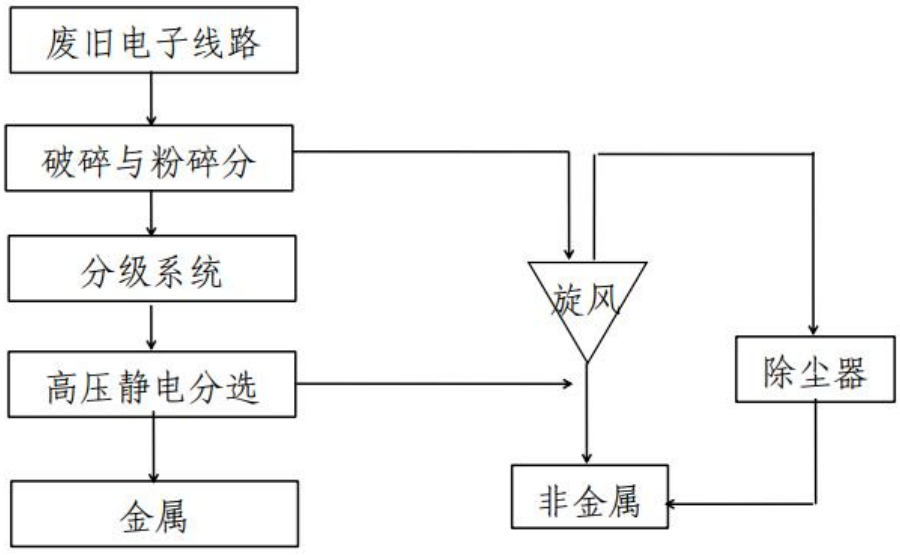
3.1 布局贵金属及铜回收利用，产能释放有望成为公司业绩增长提供有力支撑

废线路板是重要的电子废弃物及“城市矿产”。废线路板指由高分子聚合物（树脂）、玻璃纤维或牛皮纸和铜箔以及印制元件等构成的电路板丧失使用价值或淘汰后的产物，包括《国家危险废物名录》所列废弃的电路板及废电路板拆解过程中产生的废弃 CPU、显卡、含电解液的电容器、含金等贵金属的连接件等。废线路板含有大量的有色金属、黑色金属、高分子材料和无机非金属材料，其中铜含量为 10-30%，相当于矿石铜品位的 10-30 倍，金、银、钯等贵金属含量远高于矿石品位。

废线路板处理是电子废弃物资源化利用的核心环节。当前处理技术体系以物理法为主导，通过拆解、破碎、分选等工序实现金属与非金属材料的初步分离。典型流程包括元器件拆卸、机械破碎、气流分选、静电分离与涡电流分选，可有效回收铜、铁、铝等有价金属。部分贵金属如金、银仍需结合后续湿法冶金或火法冶炼工艺进行提取。

未来，废线路板处理将向深度资源化、绿色工艺与智能化管理方向发展。未来技术将强化有价元素的高效提取与高值化利用，开发选择性浸出、生物冶金与电化学回收等清洁技术，提升贵金属回收率并减少化学试剂消耗。非金属组分的综合利用将成为重点，环氧树脂与玻璃纤维等材料将通过热解、模压或建材化途径转化为新型复合材料或功能填料，实现全组分资源化。

图 26：废旧线路板破碎分离技术工艺流程示意图



资料来源：工业和信息化部，信达证券研发中心

表 6：电路板利用处置方法

方法	相关内容
破碎法	干式破碎产生的废气、粉尘等收集后应传送至废气处理系统，湿式破碎产生的废水应收集处理，破碎后的物料应采取压滤等方式充分脱水。
火法	宜使用顶吹熔池熔炼技术或侧吹熔池熔炼技术，产生的废气应使用废气处理设施（如喷淋、冷却、脱硝、除尘等）处理。
热解法	宜使用密封性好且有自动监测功能的成套设备以及相匹配的热解气焚烧炉等废气处理设施，产生的废气应经喷淋、冷却、脱硝、除尘等处理。
化学法进行铜的电解精炼和贵金属再生	应使用自动化程度高、密闭性良好、配备防化学药液外溢措施的设备进行处理；储存化学品或者其他具有较强腐蚀性液体的设备、储罐，应设置必要的防溢出、防渗漏等措施。

资料来源：生态环境部，信达证券研发中心

利用回收优势布局高附加值贵金属回收，打通从回收到资源化一体化产业链。公司针对电子废弃物及报废汽车拆解过程中产生的大量废线路板、汽车废三元催化剂，建设贵金属及铜物料回收利用项目，其中华新贵金(内蒙古)项目以废三元催化剂、废工业催化剂及废 PCB 板等为原料，采用破碎筛分+熔炼浸出+精炼提取技术路线，一期已投产，能够提取铂、钯、铑等稀贵金属；安徽华新金桐项目布局再生阴极铜及稀贵金属综合回收利用，新建再生阴极铜生产车间、再生电解锡车间、稀贵金属回收车间等，购置再生阴极铜、再生电解锡、再生金、再生银和海绵钯等生产线设备，并配套环保及相关附属设施建设。项目建成后，具有年产 5 万吨再生阴极铜、3000 吨再生电解锡、4 吨再生金、50 吨再生银、1 吨海绵钯产品的生产规模。项目设计产能规模较大，能够充分消化公司在安徽、深圳、上海等地布局的线路板回收网络所汇集的上游原料。

图 27：华新贵金(内蒙古)项目



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 28：安徽华新金桐项目



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

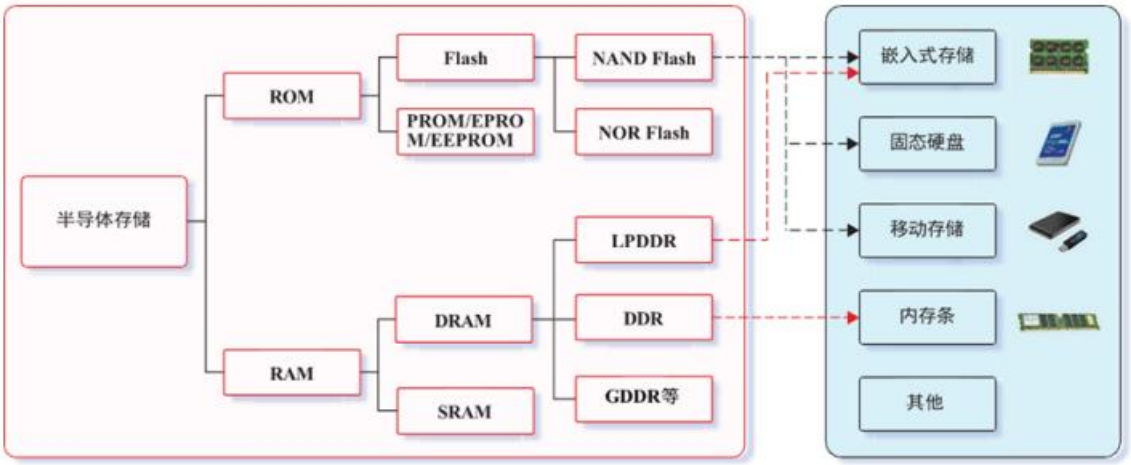
3.2 切入半导体存储产品再制造领域，为公司业绩增长提供新动能

政策助力存储等电子废弃物行业规范发展。2026 年年初，生态环境部发布新版《废弃电

器电子产品处理污染控制技术规范》，自 2026 年 3 月 1 日正式实施。此次修订将服务器、服务终端类等新型废电器纳入管控范围，并明确电路板等关键产物的利用处置要求。2026 年 3 月，《中华人民共和国生态环境法典》通过，明确国家推进数据中心、通信基站等新型基础设施领域废弃物循环利用。相关政策法规持续完善，有望加快服务器、存储模块等高价值电子废弃物回收利用的规范化、规模化发展。

存储模块是将上游存储芯片集成为可供各类电子终端直接使用的存储产品的重要载体。存储芯片按照是否需要持续通电以维持数据分为易失性存储和非易失性存储。易失性存储用于临时保存数据以供处理器读写，可进一步分为 DRAM 和 SRAM；非易失性存储可长期保存数据，包括闪存和 PROM 等其他类型的存储技术。面向终端用户的存储产品主要分为四大类：嵌入式存储、固态硬盘、移动存储和内存条。

图 29：半导体存储器晶圆的主要类型及其相应的存储产品类型



资料来源：江波龙公司公告，信达证券研发中心

存储芯片回收需要进行不可逆的数据销毁，这是区别与一般电子废弃物回收的关键特征。可以通过强力破碎或高温熔炼，将存储介质物理结构彻底摧毁，电荷存储能力随之专业丧失。储存芯片主要的资源化路径是材料级回收与功能降级利用。通过破碎、分选、冶金等工序，从芯片中提取金、银、钯等贵金属以及铜、锡等基础金属。部分性能完好的存储芯片可能被用于对存储速度和容量要求较低的设备中，例如某些物联网传感器、玩具或基础型的监控设备。

控股慧镕科技切入储存再制造，资质稀缺+高端科技领域打造第二增长曲线。公司控股子公司慧镕科技专注于 DRAM 内存颗粒、NANDFlash 闪存芯片、SSD 固态硬盘及各类存储模组的回收、检测、分选与再制造。依托先进的 DIE 测试、BGA 植球封装、功能修复及固件优化技术，实现 DRAM、NANDFlash 等存储芯片的循环再生。产品性能达到行业领先水平，能够满足从消费电子到数据中心等多元场景的需求，填补了国内高端存储器件再制造领域的技术空白。

图 30：慧镕科技项目工艺流程



资料来源：公司推介材料，信达证券研发中心

图 31：慧镕科技车间



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

利用海南区位及政策优势，价值或将迎来重估。海南自贸港提供了 “政策高地、开放平台、全球通道”。公司资质优势是全国唯一许可资质试点，通过成熟先进的存储再制造工艺，产生高新技术含量与高附加值的存储类产品，实现电子存储资源的绿色循环与高效再生。

四、盈利预测与可比公司估值

4.1 盈利预测

（1）电子废弃物拆解：2025 年公司电子废弃物拆解板块营业收入 4.97 亿元，同比增长 26.55%。2026 年初，公司出售云南子公司，电子废物拆解产能减少 120 万台/年，我们预计，2026-2028 年公司电子废弃物拆解板块收入增速分别为：-18%、3%、3%，毛利率预计逐步修复，维持在 14.8%。

（2）报废机动车拆解：公司报废机动车拆解能力达到 3.5 万辆/年，2025 年公司报废机动车拆解板块营业收入 1.4 亿元，同比增长 57.92%。我们预计公司报废机动车拆解收入增速维持在 5%，毛利率稳定在 24.3%。

（3）危险废物处置服务：2025 年公司危险废物处置服务板块营业收入 1.17 亿元，同比增长 44.24%。我们预计随着公司危险废物处置服务产能逐渐释放，2026-2028 年板块收入增速将大幅提升，增速分别为：70%、40%、20%，毛利率分别为 50%、49%、49%。

（4）贵金属再生资源材料：2025 年公司贵金属再生资源材料板块营业收入 0.44 亿元，是新贡献收入的板块。结合中报中，公司有 6 亿存货，部分为贵金属，有望转化为收入和利润，以及随着安徽金桐项目产能释放， 我们预计 2026-2028 年板块收入增速将大幅提升，增速分别为：200%、700%、90%，毛利率分别为 18%、22%、22%。

（5）废旧电子设备回收再利用：2025 年公司废旧电子设备回收再利用板块营业收入 0.39 亿元，同比减少 31.25%。我们预计 2026 年板块收入减少 15%，27-28 年逐步企稳，每年增速 2%，毛利率维持在 10%。

（6） 二手车：2025 年公司二手车板块营业收入 5.56 万元，同比减少 17.38%。我们预计二手车业务或将维持在较小规模，对公司盈利不会产生大幅影响，预计 2026 板块收入减少 70%，27-28 年逐步企稳，增速维持在 10%，毛利率维持在 6%。

（7）海南存储项目：根据公司股权激励，我们预计该项目未来三年有望为公司带来新增量，预计 2027-2028 年收入增速分别为 400%、100%，毛利率分别为 8%、15%、15%。

（8） 其他：占比较小，对公司盈利不会产生大幅影响，预计 2026-2028 年板块收入增速维持在 10%，毛利率维持在 10%。

表 7：华新科技分业务盈利预测情况

		2025	2026E	2027E	2028E
电子废弃物拆解	营收（亿元）	49675.81	40734.16	41956.19	43214.87
	yoy	*26.55%*	*-18.00%*	*3.00%*	*3.00%*
	毛利润（亿元）	7332.15	6028.66	6209.52	6395.80
	毛利率	*14.76%*	*14.80%*	*14.80%*	*14.80%*
报废机动车拆解	营收（亿元）	13956.97	14654.82	15387.56	16156.94
	yoy	*57.92%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
	毛利润（亿元）	4011.23	3561.12	3739.18	3926.14
	毛利率	*28.74%*	*24.30%*	*24.30%*	*24.30%*
危险废物处置服务	营收（亿元）	11698.51	19887.47	27842.45	33410.94
	yoy	44.24%	70.00%	40.00%	20.00%
	毛利润（亿元）	5856.27	9943.73	13642.80	16371.36
	毛利率	*50.06%*	*50.00%*	*49.00%*	*49.00%*
贵金属再生资源材料	营收（亿元）	4388.19	13164.57	105316.56	200101.46
	yoy	—	200.00%	700.00%	90.00%
	毛利润（亿元）	343.16	2369.62	23169.64	44022.32
	毛利率	*7.82%*	*18.00%*	*22.00%*	*22.00%*
废旧电子设备回收再利用	营收（亿元）	3870.48	3289.91	3355.71	3422.82
	yoy	-31.25%	-15.00%	2.00%	2.00%
	毛利润（亿元）	391.31	328.99	335.57	342.28
	毛利率	*10.11%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
二手车	营收（亿元）	5.56	1.67	1.83	2.02
	yoy	-17.38%	-70.00%	10.00%	10.00%
	毛利润（亿元）	0.31	0.10	0.11	0.12
	毛利率	*5.56%*	*6.00%*	*6.00%*	*6.00%*
海南存储项目	营收（亿元）	—	10200.00	51000.00	102000.00
	yoy	—	—	400.00%	100.00%
	毛利润（亿元）	—	816.00	7650.00	15300.00
	毛利率	—	*8.00%*	*15.00%*	*15.00%*
其他	营收（亿元）	7.62	8.38	9.22	10.14
	yoy	-88.78%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利润（亿元）	0.58	0.84	0.92	1.01

	毛利率	7.62%	10.00%	10.00%	10.00%
总计	营收（亿元）	86260.20	101940.98	244869.52	398319.20
	yoy	34.54%	18.18%	140.21%	62.67%
	毛利润（亿元）	17935.01	23049.06	54747.74	86359.04
	毛利率	20.79%	22.61%	22.36%	21.68%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

4.2 可比公司估值

我们选取布局危废资源化全产业链的高能环境、浙富控股；主业为动力电池回收及汽车拆解的格林美作为再生资源部分的可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 13.55X，11.17X，9.58X；选取协创数据、深科技、通富微电作为存储部分的可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 40.85X，31.38X，25.37X。我们认为，公司当前海南存储项目及安徽金桐产能陆续释放，叠加当前存储元件紧缺，及金属价格上涨，公司盈利能力有望进一步提升。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 10.19 亿元、24.49 亿元、39.83 亿元，增速分别为 18.2%、140.2%、62.7%；归母净利润分别为 1.19、2.57、3.84 亿元，增速分别为 97.2%、116.5%、49.5%。

表 8：华新科技可比公司估值情况

公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				EPS（元/股）				PE（x）				PB（x）
		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E	
格林美	327.06	15.80	20.16	28.69	39.33	0.31	0.40	0.56	0.77	20.70	16.23	11.40	8.32	1.51
浙富控股	247.92	11.18	22.13	24.01	25.71	0.22	0.42	0.46	0.49	22.18	11.20	10.32	9.64	1.90
高能环境	229.86	8.38	17.38	19.5	21.31	0.55	1.14	1.28	1.40	27.43	13.23	11.79	10.79	2.20
平均值										23.43	13.55	11.17	9.58	1.87
协创数据	1,341.00	11.64	39.51	73.01	97.60	3.38	8.07	14.92	19.94	115.17	33.94	18.37	13.74	22.12
深科技	559.28	11.36	14.04	16.73	20.56	0.73	0.89	1.06	1.30	49.25	39.83	33.43	27.20	4.20
通富微电	897.66	12.19	18.41	21.20	25.53	0.80	1.21	1.40	1.68	73.66	48.77	42.34	35.17	5.33
平均值										79.36	40.85	31.38	25.37	10.55
华新科技	56.47	0.6	1.19	2.57	3.84	0.32	0.39	0.85	1.27	68.99	47.46	21.97	14.71	2.67

资料来源：wind，信达证券研发中心　注：股价为 9 月 7 日收盘价，盈利预测除高能环境来自本团队外，其他采用 wind 一致预期

五、风险提示

1.原材料及产品价格变动风险：公司固危废资源化利用项目前端原材料和后端产成品涉及的金、银、铂、钯、铑、铜、锡、锌、镍等金属产品的定价均与同类大宗商品价格相关，期间大宗商品价格波动可能会对原材料采购价格以及后端销售的产品价格产生一定影响。

2.市场竞争加剧风险：固危废处理行业竞争格局分散，行业竞争加剧可能导致企业利润水平下滑，公司可能会面临竞争力降低风险。

3. 上游收料不及预期风险：公司项目原材料主要来自上游电子企业、有色金属企业等，若上游行业景气度不及预期，可能会导致收料情况低于预期，拖累项目产能利用率，进而影

响盈利能力。

4.产能释放进度不及预期风险：新建项目达到稳定运行状态需要经过产能爬坡期，实际利润贡献程度可能不及预期。

5.股价波动风险：金属资源化、存储回收板块为公司盈利重要增长点，股价易受到金属价格、存储价格涨跌影响，存在股价波动风险。

6. **现金流相关风险：**公司 2026 年 H1，经营性现金流大幅下滑，系购买生产所需原材料所致，属阶段性扩张现金流出，存在现金流相关风险。

7. 子公司海南慧镕风险：海南公司受存储价格涨跌影响，存在盈利波动风险。

仅供内部参考，请勿外传

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1,660**	**1.514**	**1.642**	**2.213**	**3.073**
货币资金	883	691	495	425	81
应收票据	3	7	5	15	22
应收账款	625	583	391	671	1,048
预付账款	10	12	126	95	328
存货	75	120	432	688	1,129
其他	64	102	193	318	466
非流动资产	**718**	**1,105**	**1,229**	**1,171**	**1,147**
长期股权投资	0	8	7	7	7
固定资产（合计）	338	321	440	360	293
无形资产	101	159	188	226	285
其他	279	617	595	579	563
资产总计	**2,378**	**2,619**	**2,871**	**3,384**	**4,220**
流动负债	**131**	**292**	**487**	**823**	**1,376**
短期借款	1	44	100	100	100
应付票据	0	0	28	34	56
应付账款	58	94	216	391	713
其他	72	154	143	298	507
非流动负债	**115**	**131**	**131**	**131**	**131**
长期借款	0	0	0	0	0
其他	115	131	131	131	131
负债合计	**246**	**422**	**617**	**954**	**1,506**
少数股东权益	64	105	100	91	76
归属母公司股东权益	2,068	2,092	2,153	2,339	2,638
负债和股东权益	**2,378**	**2,619**	**2,871**	**3,384**	**4,220**

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	641	863	1,019	2,449	3,983
同比（%）	-12.2%	34.5%	18.2%	140.2%	62.7%
归属母公司净利润	47	60	119	257	384
同比（%）	-46.7%	27.3%	97.2%	116.5%	49.5%
毛利率（%）	17.6%	21.0%	22.6%	22.4%	21.7%
ROE%	2.3%	2.9%	5.5%	11.0%	14.6%
EPS (摊薄)(元)	0.16	0.20	0.39	0.85	1.27
P/E	56.96	37.83	47.62	21.99	14.71
P/B	1.31	2.01	2.62	2.41	2.14
EV/EBITDA	25.44	32.70	16.53	9.43	7.23

利润表					单位:百万元
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**641**	**863**	**1,019**	**2,449**	**3,983**
营业成本	528	681	789	1,901	3,120
营业税金及附加	8	8	11	26	40
销售费用	4	6	7	17	28
管理费用	55	74	83	207	336
研发费用	17	18	24	58	91
财务费用	-3	0	-20	-20	-20
减值损失合计	3	-13	-3	0	0
投资净收益	8	5	10	23	33
其他	-1	4	6	13	20
营业利润	**43**	**71**	**137**	**296**	**443**
营业外收支	0	-2	-1	-1	-1
利润总额	**44**	**69**	**137**	**296**	**442**
所得税	0	11	23	49	73
净利润	**44**	**58**	**114**	**247**	**369**
少数股东损益	-3	-2	-5	-10	-15
归属母公司净利润	**47**	**60**	**119**	**257**	**384**
EBITDA	72	109	318	565	785
EPS (当年)(元)	0.16	0.20	0.39	0.85	1.27

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**50**	**132**	**120**	**205**	**37**
净利润	44	58	114	247	369
折旧摊销	40	43	197	280	348
财务费用	4	4	3	4	4
投资损失	-8	-5	-10	-23	-33
营运资金变动	-27	21	-189	-303	-652
其它	-3	12	4	1	1
投资活动现金流	**-170**	**-361**	**-315**	**-199**	**-291**
资本支出	-174	-324	-312	-223	-325
长期投资	-5	-24	0	0	0
其他	8	-12	-3	23	33
筹资活动现金流	**12**	**35**	**-2**	**-75**	**-89**
吸收投资	47	53	10	0	0
借款	0	42	56	0	0
支付利息或股息	0	-12	-61	-75	-89
现金流净增加额	**-108**	**-194**	**-197**	**-70**	**-344**

仅供内部参考，请勿外传

研究团队简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有 5 年环保产业经验，4 年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025 年 3 月加入信达证券研发中心，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 15%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。